

保险业 (010911)

行业评级

买入

前次评级

买入

AIA 与国内保险公司经营比较

曹恒乾 保险业 分析师

电话: 020-87555888-419

eMail: chq@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260210020062

AIA 上市受追捧, 首日大涨 17%

投资者看好 AIA 亚太业务, 中国溢价和低估促使 AIA 受追捧。

亚太地区保险业务发展潜力

2009 年亚太地区保险收入 3580 亿美元, 占全球保险市场的 15.4%, 但亚太地区保险市场体现出不平衡状态, 表现在高保费增长与较低的保险深度和密度, 人口高增长与缺失的医疗体制, 高经济增长与高储蓄率, 人口老龄化与落后的养老金市场。这些都为商业保险提供了巨大的机会。

AIA 在中国大陆经营情况

AIA 目前只在广东江苏上海北京四地开展业务, 但市场份额却占到第 8 位, 从业务结构看, AIA 主要业务来自于盈利较高的个人寿险。AIA、中国平安、中国人寿、中国太保年化后银保保费在年化总保费 (年化保费=趸交保费*10%+新单期交保费) 中占比分别为 8%、9.6%、31%、52.5%。从业务经营和新业务价值情况看, 中国平安与 AIA 最为接近。

AH 股风格比较

A 股注重市值较小成长较大的股票, 而 H 股更多看中某类地区和行业具有垄断地位公司, 因此两地上市的金融企业, H 股溢价存在就不言而喻。

投资建议和风险提示

从 AIA 上市表现看, 备受 H 股投资者追捧, 我们继续维持现有行业买入评级。资本市场波动会影响公司业绩。

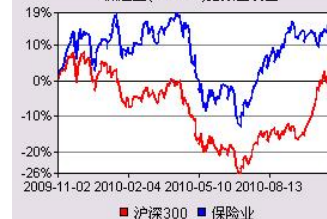
重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
中国人寿	26	1.28	1.46	1.65	20	18	16	1	39.42	买入
中国平安	61	2.59	2.90	3.28	24	21	19	0.8	87.0	买入
中国太保	26.5	1.05	1.26	1.44	25	21	18	1.25	34.02	买入

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

行业走势

保险业(010911)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	3.75%	14.27%	21.14%
沪深 300	18.31%	21.06%	5.87%

目录索引

一、AIA在中国大陆经营情况.....	3
二、业务情况.....	3
(一)AIA亚太地区业务分布情况.....	3
(二)AIA在亚太和大陆地区经营情况.....	3
三、亚太地区保险业务发展潜力.....	6
(一)高保费增长与落后的保险深度和保险密度.....	6
(二)人口、储蓄率和医疗体制.....	6
(三)养老金市场.....	7
(四)中国大陆市场现状.....	7
四、估值情况和上市表现.....	7

图表索引

表1: AIA年化保费情况.....	3
表2: 相关公司年化保费情况.....	4
表3: 2009年银行保险保费年化保费占比情况.....	4
表4: AIA近六个月新业务价值分类贡献度.....	4
表5: 新业务价值边际比较.....	5
表6: 上市公司新单保费占比情况.....	5
表7: 亚太主要国家保费发展情况.....	6
表8: 个人医疗支出在全部医疗支出中的占比.....	7
表9: AIA近年来盈利和净资产情况.....	7
表10: AIA上市首日与其它上市公司估值比较.....	8
表11: AH股溢价情况.....	8

一、AIA在中国大陆经营情况

AIA香港上市首日，大涨17%，AIA未来发展潜力受到市场追捧。纵观AH股两个市场，投资者对H股下的保险热情远大于A股，AIA作为H股新军，自然引起关注，尤其是在中国大陆的业务潜力更是被人们看好。本文旨在对AIA与三家内地上市公司业务经营情况对比分析，探索AIA在亚太地区的发展潜力。

中国大陆市场2009年保费收入7425.6亿元，中国大陆已经成为亚太地区最大，全球第六大保险市场，2004~2009年大陆保险市场维持了年均26%的增长速度。中国大陆作为世界上第二大经济体，以其强劲的经济增速、世界上最大的人口数量以及较低的保险密度，都说明中国大陆市场存在的巨大潜力。

2009年AIA在中国大陆规模保费收入80.4亿元，市场份额1%，规模保费总排名第8位，外资公司排名首位，在外资市场份额中占比18.9%。截至2010年5月31日，AIA在大陆地区个人客户数量大约有180万。从业务结构看，个险营销员是AIA在中国进行业务的主要渠道，现有营销员23115人。银行保险在新单保费中的占比较低。但是从经营地域看，AIA在大陆业务只集中在江苏、广东、北京和上海四个地域。如果AIA继续扩大经营区域，可以预知市场机会巨大。

二、AIA亚太业务情况

（一）AIA亚太地区业务分布情况

AIA亚太地区业务涉及15个国家，其中香港、韩国、新加坡、台湾和澳大利亚市场发展已经接近饱和，未来业务增长潜力主要集中在中国和印度市场。下表是AIA在部分国家保费收入情况，保费为年化保费（年化保费=趸交保费*10%+新单期交保费）。

表 1: AIA 年化保费情况

地区	截至 8 月 31 日前 9 个月		截至 8 月 31 日前 3 个月	
单位: 百万美元	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年
香港	261	265	131	100
泰国	257	288	101	107
新加坡	112	154	52	72
马来西亚	81	90	27	29
中国大陆	136	141	57	49
韩国	245	209	99	63
其他地区	233	243	85	83
合计	1325	1390	552	503

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

（二）AIA在亚太和中国大陆地区经营情况

1. 市场份额（Market share）

从大陆经营情况看，2009年AIA实现规模保费80.4亿元，市场排名第8位，前7家公司分别为中国人寿、中国平安、中国太保、泰康人寿、新华人寿、人保寿险、太平人寿，可以看出前7家公司都是具有国有背景的企业，而且经营范围都是全国性质，分支机构

已经遍布全国大部分地区。而AIA只在江苏和广东两省以及北京上海开展业务，业务经营以分公司形式运作，隶属于香港公司。但是市场份额已经远高于除上述7家外的全国性保险公司。

2. 业务结构 (Business lines)

从业务经营情况看，前7名保险公司除中国平安营销员渠道保费占比在50%以上外，其余6家公司70%以上新单保费都来自于盈利性较低的银保渠道。

而AIA在亚太地区的经营策略与上述公司明显不同，AIA在大陆和亚太其他地区的业务均以个险营销员销售为主，截至2010年5月31日，银保渠道产生的年化保费只占新单年化总保费的8%。中国人寿这一数字为31%，中国平安为9.6%，中国太保为52.5%。可知从年化保费情况看，中国平安最接近AIA，而中国太保对于银保渠道的依赖最重。

下表是相关公司的年化保费情况，分类时将银行保险与营销员渠道划分为个人保险，AIA数据为整个亚太地区年化保费数据（包含中国大陆地区），汇率按6.7折算。

表 2: 相关公司年化保费情况 (亿元)

		2007	2008	2009
AIA	个人保险	157.9	145.8	106.5
	团体保险	6.7	11.5	19.4
	合计	164.6	157.2	125.8
中国平安	个人保险	160.8	215.3	307.2
	团体保险	7.3	8.2	6.9
	合计	168.0	223.5	314.1
中国太保	个人保险	73.8	101.8	148.6
	团体保险	6.4	6.6	3.4
	合计	80.2	108.4	152.0
中国人寿	个人保险	358.1	483.1	427.5
	团体保险	20.7	18.0	6.7
	合计	378.8	501.1	434.2

数据来源: AIA招股说明书、上市公司年报、广发证券发展研究中心

表 3: 2009 年银行保险保费年化保费占比情况

	AIA (2010 年前 5 月)	PA (2009 年)	CPIC (2009 年)	CL (2009 年)
银保年化	4.757	30.3	79.9	134.5
年化保费	59.4	314.1	152.0	434.2
银保年化占比	8.0%	9.6%	52.5%	31.0%

数据来源: AIA招股说明书、上市公司年报、广发证券发展研究中心

3. 新业务价值 (Value of New Business)

2009年AIA年化后新单保费125.8亿元，新业务价值36.5亿元。

从产品结构看，营销员渠道产生的保费对新业务价值的贡献最大，从上述四家公司年化保费的占比情况看，AIA和中国平安个险业务价值对当年新业务价值贡献程度最大。

表 4: AIA 近六个月新业务价值分类贡献度 (截至 2010 年 5 月 31 日)

单位: 亿元	营销员渠道	银保	直销	其他	合计
年化保费	41.1	4.8	5.8	7.7	59.4
占比	69.2%	8.0%	9.8%	13.0%	100%

新业务价值	16.5	1.1	2.4	2.8	22.8
占比	72.1%	5.0%	10.6%	12.3%	100%
新业务价值边际	40.1%	23.9%	41.4%	36.5%	38.4%

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

如果从公司业务价值角度看，个险业务实际上代表了价值贡献度最高的部分，因此从AIA业务结构看，其业务质量明显好于前7名的保险公司，只有中国平安的业务结构可以和AIA相比。实际上这与保险公司的营销策略相关，如果保险公司追求的是市场份额，那么保险公司肯定将精力集中在银保上面。但是如果公司以追求价值为目标，则应该将精力和财力集中在价值贡献度较高的业务上。

表 5：新业务价值边际比较

	AIA (2010 年前 5 月)	PA (2009 年)	CPIC (2009 年)	CL (2009 年)
新业务价值	22.85	118.05	50	177.13
年化保费	59.4	314.1	152.0	434.2
新业务价值边际	38.5%	37.6%	32.9%	40.8%

数据来源：AIA招股说明书、上市公司年报、广发证券发展研究中心

从AIA公布的数据看，个险营销渠道保费占新单比重不到70%，新业务价值贡献度在70%以上。虽然三家保险公司新业务价值在年报中没有公布按渠道分布的情况，但是从经验判断，中国人寿和中国太保新业务价值构成为银保占比在20%，个险在70%，中国平安新业务价值占比大概为银保在15%，个险在80%以上。

表 6：上市公司新单保费占比情况

公司	渠道	2007	2008	2009	2010H
中国平安	个险	53.60%	50.40%	47.70%	57.30%
	银行	22.70%	31.60%	41.80%	35.10%
	团险	23.60%	18.10%	10.50%	7.70%
	合计	100%	100%	100%	100%
中国太保	个险	20.80%	14.50%	19.80%	14.00%
	银行	60.10%	72.20%	72.90%	72.00%
	团险	19.10%	13.30%	7.30%	14.00%
	合计	100%	100%	100%	100%
中国人寿	个险	26.30%	17.70%	17.20%	17.00%
	银行	55.20%	73.00%	78.90%	71.20%
	团险	18.40%	9.30%	3.90%	11.80%
	合计	100%	100%	100%	100%

数据来源：上市公司年报、广发证券发展研究中心

从新业务价值边际角度看，四家公司实际上差别不大。但是考虑到中国人寿和中国太保新业务价值贡献中80%需要由个险创造，以次计算，银保产品的新业务价值边际（保费年化后）应该不到5%，可见贡献度之低。

三、亚太地区保险业务发展潜力

亚太地区是世界寿险市场最大的地区之一，2009年寿险保费收入3580亿美元，占全球寿险保费市场的15.4%，从2004年到2009年亚太市场维持了13.5%的保费增速。

（一）高保费增长与落后的保险深度和保险密度

但是亚太市场的发展体现出不均衡的状态。以台湾、香港、韩国、新加坡和澳大利亚为代表的国家和地区，保险密度（人均保费）都在1000美元以上，保险市场已经接近饱和，保费增速放缓。以中国、印度为代表的国家，保险覆盖率很低，但是由于这些国家人口众多，社保体系的不健全，这些地区保费增长呈现出强劲的实力。但是另一方面，这些地区市场化开放比较晚，因此本土公司牢牢控制了该地区的市场份额，外资公司所占的市场份额很小，但是潜力不容忽视。

表 7：亚太主要国家保费发展情况

国家地区	寿险保费 单位：亿美元	2004-2009 复合增长率	2009 年 GDP	保险深度	保险密度 单位：美元
香港	203	9.9%	2110	9.6%	2887
泰国	62	15.0%	2640	2.4%	92
新加坡	91	6.2%	1770	5.1%	1912
马来西亚	57	6.2%	1990	2.9%	207
中国大陆	1092	26.0%	47360	2.3%	81
韩国	574	3.4%	8820	6.5%	1181
菲律宾	16	15.5%	1610	1.0%	17
印尼	51	21.0%	5410	0.9%	22
越南	7	6.7%	920	0.7%	8
台湾	522	9.4%	3790	13.8%	2257
印度	571	26.7%	12550	4.6%	48
澳大利亚	325	4.8%	9430	3.4%	1525
新西兰	11	8.1%	1160	0.9%	249
亚太合计	3580	13.5%	99560	3.6%	113
日本	3991	0.40%	50990	7.8%	3138
北美	5360	0.20%	155970	3.4%	1573
欧洲	9277	5.90%	167690	5.5%	1911

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

（二）人口、储蓄率和医疗体制

亚太地区保费强劲增长主要来自于该地区经济强劲的增长速度，占有世界46%的人口，该地区人口老龄化程度加剧，以及尚未健全的社会保障制度及社会体制的变革。受人文特性的影响，亚太地区储蓄率很高，2009年中国大陆为36.7%、香港为24.9%、新加坡为32.2%、韩国为19.4%、泰国为18%、马来西亚为15.8%，而同期美国只有2.8%，英国为-0.5%。实际上高的储蓄率代表了未来客户向保险产品转化的机会。

虽然亚太大部分国家都提供了各种形式的公共医疗，但是个人医疗部分的缺口仍然很大。即使在香港和韩国这类公共医疗很发达的地区，个人商业医疗保险在全部医疗支出中的占比仍然超过30%。

表 8: 个人医疗支出在全部医疗支出中的占比

国家	香港	韩国	日本	美国	欧洲
占比	30%	30%	16%	18%	16%

数据来源: AIA 招股说明书、世界卫生组织

预计到2014年,该占比会进一步上升,其地区比例为新加坡66%、香港60%、马来西亚55%、中国大陆54%、韩国45%、泰国36%,相对于发达国家美国为43%、欧洲25%、日本14%。因此个人商业医疗保险在亚太地区的市场潜力很大。

(三) 养老金市场

2009年亚太地区人口占据总人口的46%,但只占了全球养老金市场很少一部分份额。其中中国、韩国、印度、香港、台湾和新加坡合计占世界人口的39%、13%的GDP,但是2009年只有大约5700亿美元的养老金资产,只占到全球养老金总资产的1.9%(全球养老金总资产大约30万亿美元)。与此同时,部分亚太国家政府也在逐渐放松对养老金的管制,包括推出一些税收优惠政策来促进养老金市场的发展,并通过健全投资市场来增加养老金资产的投资渠道。

(四) 中国大陆市场现状

中国大陆市场是亚太地区规模最大、发展最快的市场,2006-2009年中国寿险市场维持了26.1%的复合增长,2009年规模保费达到1200亿美元,占同期亚太保费收入总和的1/3。截至2010年上半年,中国寿险市场保费同比达到34%的增长。但是中国保险市场呈现出寡头垄断的特征,前7名保险公司占据市场85%的份额,外资公司市场份额仅占5%。

中国大陆的经济增速和市场经济发展这里不用说,从现有情况看,未来中国大陆保险市场主要增长潜力应在于理财产品、年金和养老金产品以及医疗产品的推出。预计未来养老金市场的规模会很大,其资产超过现有保险公司投资资产的总和应该不成问题。

在未来几年内,理财产品(分红、万能)仍然是市场的主要产品,医疗类产品发展应该不会有大的表现,但是这并不代表这些市场没有机会,相反只要政策推动这块市场发展会很快,而且随着医疗体制改革的进行,估计这块市场会很大。

四、估值情况和上市表现

AIA香港上市首日大涨17%,表现出色,除了有上述介绍的未来发展潜力和中国溢价因素外,也有一定的估值优势。

1. 估值优势

下表是AIA招股说明书中公布的盈利和资产部分数据,以及我们对2010年底业绩的预测。香港上市首日开盘价22港币,对应PE为18倍,PB为2.5倍。从估值角度看,AIA相对于主营业务在内地的公司而言,具备一定的安全边际,因此上市首日大涨17%除了有中国溢价因素外,业余估值的安全边际有关。

表 9: AIA 近年来盈利和净资产情况

单位: 美元	2007	2008	2009	2010H	2010E (估计)
EPS	0.16	0.03	0.15	0.09	0.18
净资产	1.12	0.74	1.24	1.37	1.4

数据来源: AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

表 10: AIA 上市首日与其它上市公司估值比较

	市盈率	市净率
中国人寿	20-23.5	3.4-3.9
中国平安	24-27.5	4.1-4.7
中国太保	23-26	2.6-2.9
AIA	18	2.5

数据来源：广发证券发展研究中心

2. H估和A股投资风格比较

从投资风格看，H股投资者比较注重在大盘蓝筹上的投资，因此资产规模大，业务网点多的企业在H股市场受到追捧，投资者看中的是这些公司在大陆市场的垄断地位和垄断利润。这与海外市场发展相对成熟的情况相对应，同时由于H股是一个自由市场，因此购买业绩稳定的大盘蓝筹更能抵消短期波动风险（当然不能消除系统风险）。

而大陆是一个新兴市场，在经济发展过程中，中小盘股票更能体现出增长性，因此投资者投资一些成长性好的中小盘股票能够获得更多的投资收益。另外国内市场对机构投资经理的业绩考核注重短期性，因此投资风格不像H股市场那样以长期稳定为主。

表 11: AH 股溢价情况（2010 年 10 月 29 日）

公司	H/A
建设银行	22.7%
农业银行	26.0%
工商银行	21.6%
中国银行	12.5%
招商银行	27.9%
中国平安	20.2%
中国太保	8.6%
中国人寿	17.1%

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

广发非银行金融行业研究小组

曹恒乾，分析师，英国达勒姆大学（University of Durham）金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

缴文超，研究助理，南开大学精算专业硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

保险行业月度报告（2010-11）_行业跟踪分析报告	缴文超	2010-10-29
保险业(010911)_行业跟踪分析报告	缴文超	2010-10-28
保险业（010911）_行业跟踪分析报告	缴文超	2010-10-18

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。